

해외 의존도와 ESG 성과가 기업가치에 미치는 시너지 효과*

김정섭** · 정진영*** · 조성우****

〈요 약〉

본 연구는 2015년 1월 1일부터 2021년 12월 31일까지 한국 증권거래소(KOSPI)에 상장된 기업을 대상으로 한국기업지배구조원(KCGS)의 ESG 평가점수를 활용하여 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 또한, 해외 의존도가 ESG 성과와 기업가치의 상관관계에 미치는 조절 효과를 검토하였다. 해외 의존도는 수출액이 전체 매출액에서 차지하는 비율과 외국인 투자자의 지분율을 사용하여 측정하였으며 주요 연구 결과는 다음과 같다. 높은 ESG 평가점수를 받은 기업은 기업가치가 유의하게 증가하는 경향을 보였으며, 이는 ESG 경영이 재무적 성과에도 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 시사한다. 수출 의존도가 높은 기업에서 ESG 성과가 기업가치에 미치는 긍정적인 영향이 더욱 강화되었으며, 이는 글로벌 시장에서의 경쟁력 확보에 ESG가 중요한 역할을 함을 보여준다. 이는 지속 가능한 성장을 추구하는 기업에게 중요한 시사점을 제공한다. 외국인 투자자의 지분율이 높은 기업에서도 ESG 성과가 기업가치에 미치는 긍정적인 영향이 더 크게 나타났다. 이는 글로벌 투자자들이 ESG를 중요하게 평가하고 있음을 의미하며, 국제적으로 ESG 성과가 기업가치를 향상시키는 요소로 인정받고 있음을 보여준다. 주가순자산비율(PBR)을 이용한 강건성 검증에서도 초기 연구 결과와 일관된 결과를 보였다. 이 연구는 ESG 성과가 기업가치에 직접적으로 긍정적인 영향을 미치며, 해외 의존도와 같은 외부 요인이 그 영향력을 증폭시킬 수 있다는 점을 보여준다.

주제어 : ESG 성과, 기업가치, 해외 의존도, 수출비율, 외국인투자자

논문접수일 : 2024년 4월 16일 논문수정일 : 2024년 4월 26일 논문게재확정일 : 2024년 4월 26일

* 이 논문은 2022년도 가천대학교 교내연구비 지원에 의한 결과임(GCU-202205900001).

** 제1저자, 인하대학교 녹색금융대학원 박사과정, E-mail: jungsup1214@naver.com

*** 교신저자, 인하대학교 글로벌금융학과 교수, E-mail: jyjung@inha.ac.kr

**** 교신저자, 가천대학교 금융빅데이터학부 교수, E-mail: sungwoo@gachon.ac.kr

I. 서 론

ESG는 환경(Environment), 사회(Society), 지배구조(Governance)의 앞 글자를 딴 단어로, 기업의 비재무적 요인들에 중점을 두고 지속 가능성을 판단하는 척도이다. 2004년 말 유엔 글로벌 콤팩트(UN Global Compact)가 발표한 “Who Cares Wins-Connecting Financial Markets to a Changing World” 보고서를 통해 처음 소개되었다. 코로나 팬데믹 기간 동안, 기업들은 사업장 셧다운, 공급망 붕괴, 대기환경 개선, 임직원 감염, 고객 가치의 본질적 변화 등 불확실한 상황을 경험하였고, 이는 ESG로의 경영 패러다임 전환을 가속화하는 계기가 되었다. 과거에는 주로 재무적 성과 창출을 목표로 했던 기업들이 이제는 ESG 경영 패러다임을 통해 재무적 요소뿐만 아니라 비재무적 요소들도 고려하여 경영 전략을 수립하고 있다. 기업의 비재무적인 요소들의 중요성이 커짐에 따라, ESG는 전 세계적으로 기업뿐만 아니라 투자자 및 학계 등 폭넓은 그룹들에게 큰 관심을 받고 있으며, 이와 관련된 다양한 연구들과 법안 마련이 진행되고 있다.

유엔은 2000년에 유엔글로벌콤팩트를 창설하면서 인권, 노동, 환경 분야에 반부패 이슈를 포함한 “유엔 글로벌 10대 원칙”을 제정하였고, 2006년에는 전 세계 주요 금융기관들과 함께 책임투자원칙(Principles for Responsible Investment, PRI)을 수립하여 전 세계적으로 ESG에 대한 관심 및 투자가 확산되기 시작했다. 미국에서는 ESG 공시가 회계감사기관(U.S. Government Accountability Office; U.S. GAO)에 의해 미국 상장 기업들 평가 시 고려되는 중요한 항목 중 하나로 채택되었으며, 미국증권거래위원회(U.S. Securities and Exchange Commission; U.S. SEC)는 상장 기업의 기후 관련 정보 공시를 의무화하는 규정 초안을 발표했다. 국내에서도 ESG에 대해 점차 많은 관심을 보이고 있으며, 국민연금은 스튜어드십 코드를 도입하면서 ESG 기반의 투자를 강화하였다. 한국거래소에 따르면 지속가능경영 보고서를 발간하고 있는 국내기업은 2004년에는 2개 기업이었지만 2024년 4월 현재 626개 기업으로 크게 증가한 현실이다. 2019년부터는 자산총액 2조원 이상, 2022년부터는 1조원 이상의 국내 상장사들의 기업지배구조 공시가 의무화되었고, 2024년에는 5천억원 이상, 2026년에는 전체 코스피 상장기업을 대상으로 확대될 예정이다.

기업들이 ESG 목표를 달성하는 과정에서 겪는 주요한 어려움 중 하나는 국내외 구매자, 투자자, 공급자, 소비자 등 다양한 이해관계자들의 요구사항에 대해 적절하게 대응해야 한다는 점이다. 유럽연합(EU)은 2021년에 지속 가능한 기업에 대한 자본 유입 촉진 등을 위해 EU 택소노미(녹색 분류 체계)를 발표한 데 이어, 2022년에는 고용인원 및 매출 관련 기준을 충족하는 역내외 기업의 공급망 내 인권 및 환경보호를 위해 “EU 공급망 실사법”

초안을 발표하였다. 2023년에는 EU의 탄소 배출권 거래제(Emissions Trading Schemes, ETS)에 따른 탄소누출(Carbon Leakage) 방지를 위해 탄소비용이 반영되지 않은 수입품에 대해 EU 생산 제품과 동일한 수준의 탄소비용을 부과하는 탄소국경조정제도(Carbon Border Adjustment Mechanism, CBAM) 법안을 최종 승인하였고, 영국은 2027년부터 수입품에 탄소세를 부과하는 법안을 발표하였다. 이러한 법안들은 유럽으로 수출하는 개발도상국이나 경쟁국가들에게 새로운 무역장벽이 될 수 있으며, 해외 의존도가 높은 구조를 가진 국내기업들에게 직간접적으로 영향을 미칠 것으로 예상된다.

해외 의존도란 해외부문과의 거래가 차지하는 비중을 의미하며, 보통 수출액 및 수입액의 합을 국내총생산(GDP)으로 나누어 국가별 해외 의존도를 계산한다. 해외 의존도가 높다는 것은 경제활동 과정에서 해외부문의 역할이 크다는 것을 의미한다. 이러한 경제구조는 해외부문의 여건 변화에 큰 영향을 받게 된다는 약점을 가지고 있다. 특히 외부 충격과 글로벌 수요 변동성에 대한 취약성이 그것이다. 세계 경제 상황이 악화되거나 정책상의 변화가 생기면 해외 의존도가 높은 국가와 기업은 그렇지 않은 국가와 기업에 비해 상대적으로 큰 영향을 받을 수 있다(Kim and Jung, 2016). 1960년대 이후 한국은 눈부신 경제 발전을 이루었으며, 이러한 성장은 한국 경제의 높은 수준의 해외 의존도를 동반하였다. 대한민국의 GDP 대비 수출입비율은 1990년 53.0%에서 2023년 말 현재 100.5%로 늘어나, 해외 의존도가 매우 높은 경제구조를 취하고 있다. G7 국가들의 평균은 66.4%인데 한국의 수출입 비율은 다른 선진국들에 비해 훨씬 높은 수준임을 알 수 있다. 한국은 수출주도형 성장의 수혜를 입었지만 더 강력한 교역 상대국과 유리한 무역 조건을 협상하는 데 어려움을 겪고 있는 실정이다. 소규모 경제인 한국은 대규모 경제의 요구와 압력에 더 민감할 수 있으며, 이는 정책 자율성을 제한하고 국내 산업 보호 노력을 방해할 수 있다.

ESG 경영에 앞장서는 EU는 한국의 수출 중 중국과 미국에 이어 세 번째로 비중이 높은 경제권역이다. 2018년 전체 수출에서 중국이 차지하는 비중은 26.8%로 북미와 유럽을 합한 것(25.4%)보다 많았으나 2019년부터 역전된 후 매년 격차가 벌어지고 있다. 과거 수출 텃밭으로 여겨지던 중국 수출 비중이 지속적으로 감소하고 미주와 유럽이 그 자리를 채워가는 등 한국의 교역 지형도가 빠르게 변하고 있다. 해외 의존도가 높은 상황에서 국내 기업의 ESG 역량은 위협과 기회의 관리 능력에 큰 영향을 미칠 수 있다. ESG 역량이 부족한 기업은 외국 시장의 복잡한 ESG 관련 법적 요구사항과 프로세스를 탐색하고 적용하는 데 어려움을 겪을 수 있으며, 이는 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 반면, ESG 역량이 우수한 기업은 외국 기업들의 ESG 고려 사항에 유연하게 대응할 수 있어, 이는 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 따라서 해외 의존도가 높은 기업은 관련 국가들의

요구사항을 정확히 파악하고 효과적으로 관리함으로써 자신의 ESG 목표를 성공적으로 달성하고 새로운 가치를 창출할 필요가 있다.

본 연구는 기업의 ESG 성과가 기업가치를 높이는지를 알아보고 해외 의존도의 대응 변수인 수출비율과 외국인 지분비중이 조절변수로서 작용하는지를 검증한다. 이를 위해 2015년부터 2021년까지 총 264개 기업을 대상으로 표본 선정 기준을 충족시키는 1,326개의 firm-year 관측치를 회귀분석에 활용하였다. 실증분석 결과 기업의 ESG 성과는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치며 수출비율과 외국인 지분비중은 ESG 성과가 기업가치에 미치는 효과를 더욱 강화시키는 것으로 나타났다. 본 연구는 다음과 같은 학문적 의의를 갖는다. 첫째, 해외 의존도가 ESG 경영에 갖는 중요성을 발견하고 있다. 대부분의 ESG 연구는 일반 기업을 대상으로 이루어지는 반면, 본 연구는 해외 의존도가 높은 수출 기업을 특정하여 ESG요소가 이러한 기업들에 어떠한 특별한 영향을 미치는지를 탐구한다. 이는 글로벌 시장에서 활동하는 기업들이 직면하는 독특한 도전과 기회에 대한 이해를 심화시키는 데 중요하다. 둘째, 정책 제언의 기초 자료로 제공될 수 있다. 본 연구 결과는 수출 기업이 글로벌 시장의 복잡한 요구사항을 충족시키기 위해 어떻게 ESG 경영을 강화할 수 있는지에 대한 실질적인 가이드라인을 제공할 수 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 서론에 이은 제Ⅱ장에서는 이론 배경과 선행 연구를 통해 가설을 설정하고 제Ⅲ장에서는 본 연구에서 사용된 표본과 변수들을 정의하고 실증 연구 방법론에 대해 설명한다. 제Ⅳ장에서는 변수들의 기술 통계, 상관관계 분석 및 모델의 회귀분석 결과를 제시하고 강건성 분석 결과를 보여준다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 실증 분석 결과를 요약하고 결론을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구 검토 및 가설 설정

1. 기업의 ESG 성과 기업가치 간의 연구

기업의 지속 가능성이 기업가치에 미치는 영향에 관해 많은 연구가 이루어져 왔고 그중에서 기업의 지속 가능성을 측정하는 주요 지표로 ESG 성과와 기업가치 사이의 관계에 대해 지속적인 연구가 이루어지고 있다. 실증분석 결과에 대해서는 상반된 연구결과가 혼재되어 있으나 대부분의 연구, 특히 최근 연구의 결과들은 기업의 ESG 성과와 기업가치 간의 긍정적인 관계에 대해 일관된 결과를 보고하고 있다. 기업의 ESG 성과가 기업가치에 미치는 연구를 검증한 논문들은 다음과 같다.

장원, 정무권(2020)은 공시의 투명성이 높은 기업에서 ESG 활동이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하였으며, 김범석, 민재형(2016)은 ESG 성과가 좋은 기업에서 투자활동, 수익성, 현금창출능력 등과 같은 성과지표가 우수함을 확인하였다. Margolis et al.(2009)은 기업의 사회적 활동과 재무적 성과 및 기업가치 사이의 관계는 대부분 긍정적인 결과를 보이고 있다 주장하였으며, Aouadi and Marsat(2018)는 투자자들에게 ESG 역량이 정보비대칭 문제를 해결하는데 기여하고 기업의 가시성을 향상시켜 기업가치에 긍정적인 영향을 준다고 하였다.

ESG 성과에 대해 통합적인 측면뿐만 아니라 개별적인 요소인 환경(E), 사회(S) 그리고 지배구조(G)를 세분화하여 기업가치와의 관계를 연구한 논문도 다수 존재한다. 김종민(2004)은 기업의 공시에서 환경회계성과에 대한 자본시장의 반응을 연구한 결과, 부정적인 환경회계성과가 기업의 수익성에 부정적인 영향을 미치는 것을 확인하였다. 최정혁(2021)은 기업의 ESG 역량을 세분화하기 위해 ESG 각 요소들에 대한 개별 점수를 독립변수로 하여 분석을 실시하였다. 이 연구는 지배구조(G)는 기업가치에 유의한 결과를 미치지 않았으나, 환경(E)과 사회(S)는 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 도출하였다. 김양희 외 2인(2021)은 기업의 광고비 비율을 조절변수로 하여 ESG의 개별요소들이 기업가치의 미치는 영향을 연구하였다. 이 연구는 기업의 광고비 비율이 환경(E)와 사회(S), 지배구조(G) 개별요소들이 기업가치에 미치는 영향을 강화시킨다는 결과를 도출하였다. 이혜진, 이진수(2019) 또한 ESG 성과와 기업의 재무적 성과 사이에는 유의한 양의 관계가 있음을 보였으며, 오상희, 이승태(2019)의 연구에서도 ESG 요소들의 성과가 경영성과에 긍정적인 영향을 미침을 보였다.

이처럼 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향에 대한 국내외 많은 연구들이 진행되고 있지만, 국내 연구들 중, ESG가 주목받기 시작한 기점이라고 할 수 있는 파리기후협약과 코로나 팬데믹을 포함한 기간을 대상으로(2016년~2021년) 하여 진행한 실증분석 논문연구는 미미하다. 언급한 두 사건을 계기로 세계의 투자자들과 기업들은 이전에 비해 ESG에 관심을 갖기 시작하였다. 따라서 이 연구는 가장 최근의 ESG의 관심을 이끌어낸 특정 기간 동안의 기업의 ESG 성과와 기업가치의 관계를 실증적으로 분석한다는 데 의의가 있다. 기업이 ESG 역량에 집중함으로써 지속 가능성과 관련된 성과를 이루어 내고 결과적으로 기업의 재무성과에 긍정적인 영향을 미쳤을 것이라 예상할 수 있으므로 다음과 같은 연구가설을 설정하였다.

가설 1: 기업의 ESG 역량이 좋을수록 기업가치가 높아질 것이다.

2. 해외 의존도와 ESG 평가

본 연구는 기존의 선행 연구를 바탕으로 해외의존도가 높은 환경에서 기업의 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향에 대한 가설을 수립했다. 해외의존도는 기업의 국제적 환경과의 상호작용을 반영하는 중요한 요소로, 조직의 생태적 조건과 이해관계자 이론에 근거한다.

조직군생태학 이론(The population ecology of organization theory)은 조직들의 생성, 발전, 그리고 소멸의 과정을 다루며, 조직들이 어떻게 진화하고 환경에 적응하여 지속적으로 발전하는지에 초점을 두는 이론이다(Hannan and Freeman, 1977). 이 이론에서는 변이(variation)가 새로운 조직 형태의 출현을 나타내고, 선택(selection)이 환경적 적합성에 따른 조직의 생존을 의미하며, 보존(retention)은 환경에 적합하게 선택된 조직 형태의 제도화와 안정적 유지를 나타낸다. 조직군생태학 이론에 따르면 해외의존도가 높은 환경에서 기업이 ESG 성과를 강화하는 것은 ESG와 관련된 외부 환경 변화에 적응하는 중요한 전략으로 볼 수 있다. 이러한 전략은 다양한 이해관계자들에게 긍정적인 신호를 전달하여, 조직의 가치를 증대시키는 데 기여할 수 있다(Akpınar et al., 2008; Alexander and Bucholz, 1978).

실제로, Kim et al.(2022)의 연구는 ESG 성과가 글로벌 시장에서의 인수합병 활동을 통해 다각화 디스카운트 문제를 해결하고, 기업가치를 증진시키는 중요한 역할을 한다는 결과를 보여준다. 이는 ESG 성과가 단순히 기업 내부의 지속 가능성을 넘어서, 글로벌 비즈니스 환경에서 기업의 전략적 위치를 강화하는 데 있어 핵심적인 요소임을 시사한다.

이해관계자 이론(Stakeholder theory)은 기업의 책임 대상을 주주만으로 제한하지 않고 기업을 둘러싼 이해관계자까지 확대한다. 기업의 성공을 위해 주주의 가치뿐만 아니라, 직원이나 고객, 공급자, 혹은 지역사회, 정부, 환경 등의 모든 이해관계자들의 가치 증진을 위해 노력해야 한다고 주장한다(Freeman, 1984; Joh and Jung, 2018). 선행 연구들에 의하면 외국인투자자는 정보비대칭으로 발생하는 문제들을 회피하기 위하여 정보비대칭 수준이 낮은 기업을 선호한다(Lin and Shiu, 2003; Dahlquist and Robertsson, 2001). 특히 외국 기업에 투자하는 경우, 국가 및 시장의 제도적 차이점으로 인하여 정보비대칭이 심화되는데, 최근 글로벌 투자자들은 이러한 정보비대칭을 극복하기 위해 ESG 정보를 활용하는 경향이 점차 증가하고 있다(Su et al., 2016; Luo et al., 2015). 투자자 입장에서 ESG 정보는 기업이 기후위기에 대비해 어떠한 전략을 취하고 있는지, 종업원과 고객, 지역사회와의 우호적인 관계를 유지하기 위하여 어떤 노력을 하고 있는지, 또 얼마나 기업과 적합한 지배구조를 유지하는지와 같은 이슈에서 발생하는 위험과 기회에 어떻게 준비하고 관리하는지 파악할 수 있는 지표가 되기 때문이다(Verheyden et al., 2016). 투자자들은 우수한 ESG 역량을

보유한 기업이 외부의 환경 변화에 대하여 높은 적응력을 보유하는 것으로 인식하고 있기 때문에, 기업이 우수한 ESG 역량을 보유하는 것을 투자매력도를 증가시키는 요인으로 삼는다(Alkpinar et al., 2008). 외국인투자자는 일반적으로 투자 대상 국가의 환경에 익숙하지 않기 때문에 정보비대칭 위험에 상대적으로 더 많이 노출되어 있기에(Kang and Stulz, 1997), 외국인투자자는 기업에게 ESG에 대하여 더 많은 정보를 요구하는 경향이 있고(Bae et al., 2018), 외국인투자자의 투자유치를 위해 기업은 ESG 역량 향상을 위한 동기가 생기게 된다. IMF 이후, 외국인에 대한 자본시장을 전면 개방된 이후, 국내 기업들에 대한 외국인 투자자들에 지분율은 꾸준히 증가해왔으며, 2022년 기준으로 유가증권시장과 코스닥 상장 기업 시가총액의 27.4%인 571조 규모의 가치를 보유하고 있다. 전영순(2003)은 한국에 투자하는 외국인투자자들은 정보비대칭이 적은 기업을 선호한다고 주장하였으며, 외국인 투자자는 주로 기관투자자인 경우가 대부분이기 때문에, 장기적인 관점에서 기업경영에 관여하여 기업의 가치 향상을 위해 노력한다(안윤영 외 2인, 2005).

본 연구는 이러한 점에 착안하여 기업이 해외 의존도가 높은 환경에서 자사의 ESG 역량을 보다 적극적으로 강화함으로써 높은 기업가치 향상을 기대할 수 있을 것으로 예상하였다. 본 연구는 이를 검증하기 위해 다음과 같은 가설을 제시하였다.

가설 2: ESG 역량은 수출비율이 높은 기업일수록 기업가치에 미치는 영향이 더 커진다.

가설 3: ESG 역량은 외국인지분율이 높은 기업일수록 기업가치에 미치는 영향이 더 커진다.

Ⅲ. 표본 및 실증 연구 방법론

1. 자료 및 표본

본 연구는 2015년 1월 1일부터 2021년 12월 31일까지 국내 코스피 유가증권시장에 상장된 기업 중 한국기업 지배구조원(Korea Corporate Governance Service, KCGS)에서 ESG 점수를 부여받은 기업과 전자공시시스템(Dart)의 사업보고서에 수출액이나 수출비율 정보를 기재한 기업을 대상으로 한다. 전체 표본기간 동안의 재무제표와 ESG 평가 등급 등 본 연구에 필요한 자료를 구하기 힘든 기업은 표본에서 제외시켰고, 금융 및 보험업의 재무제표의 구조는 일반 제조업이나 다른 산업군과 차이가 있으므로 표본에서 제외한다. 전체 표본의 재무제표 자료와 수출액 비율 자료는 전자공시시스템(Dart)의 사업보고서와 FN가이드

에서 제공하는 Data-Guide를 통하여 추출하였다. 본 연구는 순이익이 적자를 기록한 기업과 자본이 소진된 기업을 제외함으로써, 재무적 안정성을 확보한 기업들에 초점을 맞추었다. 통계적 신뢰도를 높이기 위하여 변수들 중 장부 가치(Market-to-Book ratio, MB)에서 관찰된 극단값을 제거하여 최종적으로 7년간의 데이터 중 1,326개(firm-year)의 유효한 데이터를 회귀분석에 사용했다. 제공된 <표 1>에 따르면, 연도별로 나뉜 데이터셋은 시간이 지남에 따라 비중이 소폭의 증가가 있으나 전반적으로 균일한 분포를 보이고 있음을 알 수 있다.

<표 1> 표본 기업의 연도별 분포

이 표는 표본 2015년부터 2021년까지의 기간에 발생한 1,326건의 기업 데이터의 연도별 분포를 제시한다.

연도	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
관측치(개)	170	185	194	194	191	200	192
비중(%)	12.8	13.9	14.6	14.6	14.4	15.1	14.6

2. 변수 설명

1) ESG

ESG는 ‘환경(Environment)’, ‘사회(Social)’ ‘지배구조(Governance)’의 약자로 기업의 비재무적 성과를 대표하는 지표이다. 과거에는 기업 전략이 경쟁적인 시장에서 차별화를 통해 평균을 넘어서는 재무성과를 달성하는 것이 목표였지만, 최근에는 재무성과뿐만 아니라 ESG와 같은 비재무적 성과도 함께 추구하면서 지속 가능성을 강화하는 쪽으로 발전하고 있다(Ioannou and Hawn, 2016; Margolis et al., 2014). 본 논문에서 ESG 데이터는 한국기업지배구조원(Korea Corporate Governance Service, KCGS)에서 제공하는 기업별 ESG 통합 평가점수를 사용하였다. 한국기업지배구조원(KCGS)은 국내 상장회사의 지속가능경영을 촉진하기 위해 매년 ESG 통합 평가를 실시하여 점수를 부여하고 있다. 만점인 100점에 근접할수록 회사의 ESG 경영 수준이 높다고 평가된다. 이 평가는 A+, A, B+, B, C, D, E의 일곱 가지 등급으로 나누어진다. 본 연구에서는 이러한 ESG 평가 등급을 기준으로, 0에서 6까지의 점수를 할당하여 한국기업지배구조원으로부터 제공받은 데이터를 활용하였다.

2) 기업가치

기업가치는 기업의 지속 가능성을 판단하는 중요한 척도로서, 모든 기업 이해관계자들에게

제공될 수 있는 기업의 이익을 나타낸다. 본 연구에서는 경영학 및 경제학 분야에서 널리 사용되는 Tobin's Q를 종속변수로 사용하였다. ROE, ROA, ROIC 등의 수익성 지표와 비교할 때, Tobin's Q는 기업의 성과와 가치를 보다 잘 측정한다고 간주된다(Joh and Jung, 2016). 이는 Tobin's Q가 과거 및 현재의 수익성만을 반영하는 것이 아니라 기업의 미래 가치까지도 반영하기 때문이다. Tobin's Q는 기업의 보통주 및 우선주 시장가치와 총 부채 장부가치의 합을 총자산으로 나눈 값으로 계산하였다(Tobin, 1969; Wang et al., 2014; Lin et al., 2017 홍수희, 2020; 박정환, 노정희, 2017; 방시영, 윤병섭, 2017).

3) 해외 의존도

본 논문에서는 기업의 해외 의존도를 측정하기 위하여 수출비율(EXP)과 해외투자자 지분율(FOR)을 대용변수로 사용하였다. 해외 의존도란 해외부문과의 거래가 차지하는 비중을 의미하는 것으로, 보통 수출액 및 수입액의 합을 국내총생산(GDP)으로 나누어 계산한다. 본 논문에서 해외 의존도는 경제 활동, 특히 생산과 소비 과정에서 해외 시장의 중요성을 반영하는 지표로 사용된다. 특히 개방적이고 수출 중심적인 한국 경제의 특성상, 매출 총액 대비 수출액의 비율을 통해 개별 기업의 해외 의존도를 측정한다. 유엔개발계획(UNDP)의 연구방법(UNDP, 2011)을 차용하여, 글로벌 시장의 변동성에 대한 국가들의 취약성을 나타내는 척도로 국내총생산(GDP) 대비 수출 비율을 적용하였다. 본 연구에서는 전자공시시스템(DART)의 사업보고서에서 제공하는 수출액 데이터를 매출액으로 나누어 계산한 값을 통해 해외 의존도를 정량화하였다.

해외투자자 지분율은 FN가이드에서 제공하는 외국인 주식보유 비중을 사용하였고 보통주와 우선주를 더한 상장주식 수 중에서 외국인 투자자가 보유하고 있는 주식 수의 비중을 변수로 활용하였다. 이는 기업의 전체 시가총액에서 외국인 투자자의 보유 시가총액 비율로도 이해될 수 있다. 외국인 투자자들이 해당 기업의 주식을 얼마나 보유하고 있는지는 기업이 글로벌 시장에 얼마나 통합되어 있는지, 그리고 국제 투자자들에게 얼마나 매력적인지를 나타내는 중요한 척도가 된다. 또한 외국인 투자 비중이 높은 기업은 향후에도 외국인 투자를 통해 추가 자본을 유치할 수 있으며 기업의 성장 및 확장 계획에 중요한 자원이 된다. 따라서 국제적인 투자자들의 관심은 기업이 국제 기준과 규제를 준수하도록 요구할 수 있으며 이는 기업 운영의 투명성과 책임을 높이는 데 도움을 줄 수 있다.

4) 통제변수

본 연구에서는 종속변수인 Tobin's Q(TQ)에 미치는 영향을 통제하기 위해 국내외 선행

연구를 참조하여 다양한 변수들을 선정하였다. 이에 총자산순이익률(ROA), 매출액 증가율(SG), 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 기업연령(AGE), 대주주 지분율(LAG), 장부 기업가치(MB), 연도더미(YEAR), 산업더미(IND)를 포함시켰다. 산업더미 변수(IND)는 연구 대상 기업들이 속한 업종별 특성과 영향을 분석에서 고려하기 위해 도입되었다. 이는 FN가이드가 제공하는 한국산업표준분류(KSIC)의 제10차 개정안을 기반으로 하며, 다양한 세부 업종들을 종합적으로 재분류하여 총 6개의 대표 산업군으로 구분하였다. 이를 통해 각 기업의 업종별 차이가 연구 결과에 미치는 영향을 체계적으로 통제하고자 하였다.

총자산순이익률(ROA)은 기업의 당기순이익을 총자산으로 나눈 비율로, 기업의 수익성을 평가하는 지표로 사용된다. 매출액 증가율(SG)은 전년 대비 해당 연도의 매출액 증가 비율을 나타내며, 기업의 성장성을 측정하는 데 사용된다. 기업규모(SIZE)는 기업의 총자산의 자연로그 값을 사용하여 측정하였고, 이는 기업의 크기와 시장에서의 영향력을 반영한다. 부채비율(LEV)은 총부채를 총자본으로 나눈 값으로, 기업의 재무적 안정성을 나타낸다.

대주주 지분율(LAG)은 최대주주와 특수관계인의 지분율을 합산한 수치를 사용하였고, 이는 기업의 소유 구조와 내부 통제 정도를 반영한다. 장부 기업가치(MB)는 시장가치를 장부가치로 나눈 비율로 계산되며, 기업의 시장 평가가 장부가치를 얼마나 초과하는지를 보여준다. 연구에서는 패널 회귀분석을 위해 고정효과모델과 임의효과모델을 비교하였고,

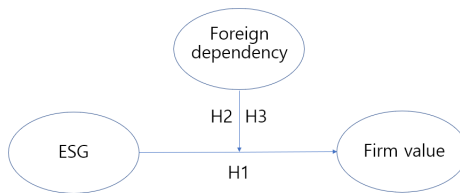
<표 2> 주요 변수 설명

본 표는 가설검증을 위해 사용되는 종속변수, 설명변수, 조절변수, 통제변수들을 정의하고 각각의 변수들을 설명한다.

변수		측정 방법
종속변수	기업가치(TQ)	[시가총액(보통주+우선주) + 부채의 장부가치] / 총자산의 장부가치
독립변수	ESG 역량(ESG)	한국기업지배구조원의 기업 ESG 평가점수
조절변수	수출액 비율(EXP)	수출액 / 매출액
	외국인주식비율(FOR)	외국인 보유 주식수 / 총 발행 주식수
통제변수	총자산순이익률(ROA)	당기 순이익 / 총자산장부가액
	매출액증가율(SG)	(당기 매출액 - 전기 매출액) / 전기 매출액
	기업규모(SIZE)	총자산장부가액의 자연로그
	부채비율(LEV)	총부채 / 총자산
	기업연령(AGE)	(당해 연도 - 설립 연도)의 자연로그 값
	대주주지분율(LAG)	최대주주 1인 및 특수관계인의 지분율
	장부 기업가치(MB)	자본의 시장가치 / 자본의 장부가치
	연도더미(Year_dummy)	각 연도별 더미변수
	산업더미(Industry_dummy)	산업별 더미변수

하우스만 검정을 통해 고정효과모델이 더 적합함을 확인하였다. 또한, 산업더미(IND)와 연도더미(YEAR)를 사용하여 산업별 차이와 연도별 경제 상황의 변화를 통제하였다. 이러한 변수들을 통합하여 Tobin's Q에 미치는 다양한 요인들의 영향을 면밀히 분석하였다. 변수 설명 및 측정 방식에 관한 내용은 <표 2>에서 확인할 수 있다.

3. 실증 분석 방법



[그림 1] ESG 성과와 해외 의존도가 기업가치에 미치는 영향: 개념적 틀

본 연구는 기업의 ESG 역량이 기업가치에 미치는 영향과 이 관계에서 기업의 해외 의존도(수출비율과 외국인 투자자 지분율)가 어떠한 조절 효과를 가지는지 검증하기 위해 세 가지 모델을 사용한다. 세 가지 모델은 Pooled OLS 및 고정 효과 모델을 기반으로 검증을 진행한다. 독립변수인 ESG, 조절변수인 EXP와 FOR, 종속변수인 TQ로 구성된 조절 효과 모델은 세 가지 회귀분석 모델로 이루어져 있으며, ESG와 Foreign dependency (EXP, FOR), 그리고 Firm value (TQ) 간의 관계는 [그림 1]에서 제시된 바와 같다. 모델 (1)에서는 ESG가 TQ에 미치는 영향을 나타내는 계수 B1을 통해 가설 1을 검증한다.

모델 (1) :

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \beta_7 LAG_{it} + \beta_8 MB_{it} + \sum YD + \sum IND + \epsilon_{it}$$

모델 (2)와 (3)은 독립변수인 ESG와 조절변수인 EXP와 FOR의 관계에 관한 가설 2와 가설 3을 검증하기 위한 모형이다.

모델 (2) :

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 EXP_{it} + \beta_3 ESG_{it} \times EXP_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SG_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 LAG_{it} + \beta_{10} MB_{it} + \sum YD + \sum IND + \epsilon_{it}$$

모델 (3) :

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 FOR_{it} + \beta_3 ESG_{it} \times FOR_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SG_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 LAG_{it} + \beta_{10} MB_{it} + \sum YD + \sum IND + \epsilon_{it}$$

IV. 실증 분석 결과

<표 3>은 전체 1,326개 기업(firm-year)의 기초 통계량을 제시하고 있다. 설명변수인 ESG 역량, 종속변수인 기업가치, 조절변수인 해외 의존도(수출비율 및 외국인 투자자 지분율), 그리고 통제변수들의 평균, 표준편차, 최솟값, 최댓값 등 기술 통계량을 제시하였다. 해당 표본들의 기업가치(Tobin'Q(i,t))의 평균값은 1.019로 나타나 장부가치가 시장가치를 적절하게 반영하고 있는 것으로 나타났다. 해외 의존도인 수출비율과 외국인 투자자 지분율(EXP, FOR)의 평균은 각각 0.373, 0.123이고 최댓값은 0.979, 0.776, 최솟값은 0.010, 0.001로 나타났다. ESG는 평균값이 2.946로 중앙값인 2.800과 비슷하였으며 최댓값은 6.000, 최솟값은 0.250으로 나타났다.

<표 3> 전체 기업의 기초 통계량

이 표는 2015년 1월 1일부터 2021년 12월 31일까지 유가증권시장에 상장된 모든 기업을 본 연구의 목적에 적합한 기준을 사용하여 분류, 총 1,326개(firm-year)의 기업을 대상으로 한 기초 통계량 값을 제시하고 있다.

Full Sample					
변수	평균	표준편차	중앙값	최솟값	최댓값
TQ	1.019	0.467	0.905	0.313	5.380
ESG	2.946	1.043	2.800	0.250	6.000
EXP	0.373	0.276	0.348	0.010	0.979
FOR	0.123	0.147	0.006	0.001	0.776
ROA	0.038	0.046	0.003	-0.180	0.447
LEV	1.037	1.043	0.785	0.044	9.885
log(AGE)	3.642	0.663	3.850	0.693	4.828
LAG	0.455	0.142	0.461	0.090	0.885
log(SIZE)	20.394	1.608	19.976	17.450	26.124
MB	18.752	18.956	10.938	0.511	89.309
SG	0.060	0.214	0.003	-0.785	3.331
N	1,326				

<표 4>는 변수들 간의 스피어만 상관관계 분석 결과를 보여준다. 이는 종속변수와 조절변수, 독립변수 사이의 통계적 상관성을 확인하고 다중공선성의 가능성을 검토하는 데 유용하다.

특히, ESG와 기업규모(SIZE) 간에는 0.656의 높은 상관관계가 있으며, 외국인 투자자 지분율(FOR)과 SIZE 사이에도 0.469의 상관관계가 관찰되었다. 종속변수인 TQ는 ESG와 긍정적인 상관관계를, 조절변수인 EXP와 FOR와도 양의 상관관계를 보였다. 높은 상관관계를 나타낸 변수들로 인해 발생할 수 있는 다중공선성 문제(Multicollinearity problem)를 고려하여, OLS 추정을 통해 각 변수의 변동 팽창 계수(Variation Inflation Factor: VIF)를 계산했다. 모든 변수의 평균 VIF 값은 1.59로, 가장 높은 VIF 값을 가진 변수는 기업규모(SIZE)로 2.54이었다. 이러한 VIF 값들은 다중공선성에 대한 우려를 배제하기에 충분하므로, 본 연구는 변수 간에 다중공선성 문제가 존재하지 않는 것으로 나타났다.

<표 4> 변수 간 상관관계 분석결과

이 표는 2015년 1월 1일부터 2021년 12월 31일까지 7개년 동안의 총 1,326개(firm-year)의 관측치를 대상으로 변수 간 스피어만 상관관계 분석결과를 나타낸다. *, **, ***는 각각 10, 5%와 1%의 통계적 유의성을 나타낸다.

	TQ	ESG	EXP	FOR	ROA	LEV	log(AGE)	LAG	log(SIZE)	MB	SG
TQ	1										
ESG	0.040	1									
EXP	-0.039	0.153***	1								
FOR	0.136***	0.361***	0.128***	1							
ROA	0.360***	0.058*	0.067*	0.186***	1						
LEV	-0.021	0.212***	0.031	-0.008	-0.298***	1					
AGE	-0.110***	-0.089**	-0.201***	0.005	-0.088**	0.024	1				
LAG	-0.092***	-0.218***	-0.122***	-0.213***	-0.030	-0.107***	-0.100***	1			
SIZE	-0.068*	0.656***	0.179***	0.469***	-0.017	0.346***	-0.004	-0.222***	1		
MB	0.402***	0.122***	0.010	0.268***	0.286***	-0.209***	-0.227***	0.036	0.220***	1	
SG	0.113***	0.026	0.053*	-0.005	0.171***	0.046*	-0.040	-0.026	0.019	0.069*	1

1. ESG 평가, 해외 의존도, 기업가치에 대한 실증 분석결과

본 연구에서는 ESG 평가가 기업가치에 미치는 영향과 해외 의존도가 이 관계에 미치는 조절 효과를 살펴보기 위해 세 가지 회귀 모델을 구축하고 검증하였다. 회귀분석 결과는 <표 5>에 상세히 제시되어 있으며, 분석에 사용된 총 1,326개(firm-year)의 관측치를 바탕으로 모든 모델은 30% 이상의 상당한 설명력을 보여주었다. 모델 (1)은 기업의 ESG 역량이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 수행되었으며, 모델 (2)와 (3)에서는 기업의 해외 의존도의 각 조절변수가 기업의 ESG 역량과 기업가치와의 관계에 어떻게 상호작용을 하는지 분석하기 위해 수행되었다.

세 가지 모델에서는 시계열 상관성과 횡단면 상관성을 고려하여 각 기업별로 클러스터링된 표준 오차를 적용한 회귀분석을 수행했다. 첫 번째 모델(Model 1)에서는 ESG 역량이

기업가치에 미치는 영향을 분석하는 기본적인 구조를 제공한다. 분석 결과는 ESG 역량이 기업가치(Tobin's Q)와 0.1%의 유의 수준에서 통계적으로 유의한 양의 관계를 보임을 나타냈다(계수 = 0.05404, t-값 = 3.579). 이는 ESG 역량이 뛰어난 기업이 시장에서 더 높은 가치를 받아들여짐을 시사하며, 기존 연구들과의 일관된 결과를 제공한다. 따라서 기업의 ESG 역량 향상이 기업가치 증진에 긍정적으로 기여한다는 가설 1을 지지하는 결과로 해석된다.

<표 5> ESG평가, 해외 의존도, 기업가치에 대한 실증 분석결과

이 표는 기업의 해외 의존도(수출비율, 외국인지분율)가 기업의 ESG 역량이 기업가치에 미치는 영향을 조절하는지에 대한 실증 분석결과를 제시하고 있다. t값은 괄호 속에 표시하였으며, +, *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1%, 0.1%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

종속변수 : Tobin'Q			
독립변수	Model(1)	Model(2)	Model(3)
ESG	0.05404*** (3.579)	0.01511 (0.688)	0.02851+ (1.871)
EXP		-0.00302** (-2.731)	
FOR			-0.00297 (-1.288)
ROA	0.02796*** (5.485)	0.02770*** (5.406)	0.02692*** (5.637)
LEV	0.00109*** (7.533)	0.00116*** (8.025)	0.00117*** (7.501)
AGE	0.01284 (0.667)	0.01218 (0.642)	0.00755 (0.418)
LAG	-0.00327*** (-3.844)	-0.00315*** (-3.707)	-0.00276** (-3.174)
SIZE	-0.09245*** (-6.749)	-0.09511*** (-6.989)	-0.11037*** (-6.488)
MB	0.00985*** (8.152)	0.00998*** (8.273)	0.00943*** (8.437)
SG	0.00063 (0.797)	0.00053 (0.690)	0.00064 (0.844)
ESG*EXP		0.00098** (2.835)	
ESG*FOR			0.00185** (2.967)
YEAR	YES	YES	YES
IND	YES	YES	YES
F-value	38.11	34.99	35.95
Adj. R ²	0.3567	0.3604	0.3667
N	1,326	1,326	1,326

모델 (2)에서는 수출비율을 조절변수로 도입했을 때, ESG 역량과 기업가치 간의 관계가 어떻게 변화하는지를 살펴본다. 수출비율이 높은 기업에서 ESG 역량이 기업가치에 더 큰 양의 영향을 미치는 것으로 관찰되었다(계수 = 0.00098, t-값 = 2.835). 이는 기업의 수출 의존도가 높을수록 ESG 역량이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향을 증폭시킬 수 있음을 시사한다. 이는 수출이 활발한 기업이 국제 시장에서의 ESG 기준을 충족시키기 위한 노력을 더 많이 기울일 가능성이 있음을 반영하며, 이러한 노력이 기업가치를 더욱 향상시키는 역할을 한다는 가설 2를 뒷받침한다.

모델 (3)은 외국인 투자자 지분율이 ESG 역량과 기업가치 간의 관계에 미치는 조절 효과를 검증한다. 외국인 투자자 지분율이 높은 기업에서 ESG 역량이 기업가치에 더 큰 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다(계수 = 0.00185, t-값 = 2.967). 이는 글로벌 투자자들이 ESG에 더 민감하게 반응하며, 이들의 관심이 기업의 ESG 관련 활동을 촉진시키고, 결과적으로 기업가치를 증진시킬 수 있음을 시사한다. 이는 외국인 투자자들이 ESG 기준에 부합하는 기업에 더 많은 가치를 부여하고, 이러한 기업들이 글로벌 시장에서 경쟁력을 갖추기 위해 ESG 활동에 더욱 적극적으로 참여하도록 동기를 부여한다는 가설 3을 지지한다.

따라서 우리의 회귀분석 결과, 해외 의존도가 높은 기업들에서 ESG 역량이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향이 보다 강력하게 나타나는 것을 확인할 수 있었다. 이는 국제 시장의 다양한 ESG 요구사항에 부응하려는 기업의 노력이 가치 창출에 기여하며, 이는 투자자와 시장 참여자들에 의해 인정받고 있다는 것을 시사한다. 본 연구는 기업의 ESG 관리가 글로벌 비즈니스 환경에서 점차 중요해지는 현상을 이해하는 데 중요한 기여를 하며, 해외 의존도가 높은 기업들이 ESG 역량을 강화하고 국제적으로 경쟁력을 유지하기 위한 전략 수립에 유의미한 시사점을 제공한다고 볼 수 있다.

2. 강건성 분석 결과

이 연구는 회귀분석 결과의 신뢰성을 더욱 확립하기 위해 강건성 검증을 추가로 수행했다. 종속변수인 Tobin's Q의 대체 지표로서 주가순자산비율(PBR)을 활용해 모델을 재평가했다. PBR은 기업의 시장가치와 장부가치의 비율로, 이는 시장 참가자들이 해당 기업의 순자산가치를 넘어선 미래 성장성이나 숨겨진 자산가치에 대한 기대를 반영하는 지표다. 본 연구에서 실시한 강건성 검증은 ESG 평가가 기업가치에 미치는 영향과 해외 의존도가 이러한 관계를 조절하는 역할을 확인하는 것에 중점을 뒀다. <표 6>에 나타난 결과는 PBR을 종속변수로 적용한 회귀분석 결과로, 이전에 Tobin's Q를 사용했을 때와 동일한 결과를 보여주고 있다. 계수, t-값, 유의도에서 약간의 차이가 있지만, ESG 평가가 기업가치에

미치는 긍정적인 영향(가설 1)과 수출비용(가설 2), 외국인 투자자 지분율(가설 3)이 ESG의 기업가치 향상 효과를 증대시킨다는 주요 결론은 일관되게 나타났다.

이런 결과는 ESG 평가의 중요성과 해외 의존도가 높은 기업에서의 그 가치가 특히 크다는 점을 강조하며, 기업이 국제 시장에서 지속 가능한 성장을 도모하고 장기적 성공을 위해서는 ESG 경영에 집중해야 한다는 명확한 메시지를 전달한다. 또한, 이러한 강건성 검증은 연구의 결과가 견고함을 뒷받침하며, 기업들에게 전략적 계획 수립에 있어 중요한 시사점을 제공한다.

<표 6> 해외 의존도와 ESG 평가수준이 기업가치에 미치는 영향에 대한 강건성 분석결과
이 표는 해외 의존도와 ESG 평가수준이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 강건성 분석 결과를 제시하고 있다. 앞서 시행한 회귀분석 결과의 신뢰성과 강건성을 검증하기 위하여 PBR를 종속변수로 하여 회귀분석을 다시 시행하였다. t값은 괄호 속에 표시하였으며, *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1%, 0.1%에서 유의함을 나타낸다.

종속변수 : PBR			
독립변수	Model(1)	Model(2)	Model(3)
ESG	0.07461** (3.128)	0.01320 (0.390)	0.03563 (1.440)
EXP		-0.00407* (-2.346)	
FOR			-0.00402 (-1.115)
ROA	0.03265*** (4.573)	0.03201*** (4.473)	0.03092*** (4.577)
LEV	0.00163*** (5.928)	0.00174*** (6.279)	0.00176*** (6.230)
AGE	-0.01624 (-0.535)	-0.01137 (-0.375)	-0.02486 (-0.855)
LAG	-0.00266 (-1.332)	-0.00230 (-1.157)	-0.00182 (-0.918)
SIZE	-0.12497*** (-6.302)	-0.13075*** (-6.613)	-0.15368*** (-6.495)
MB	0.01517*** (9.075)	0.01541*** (9.201)	0.01449*** (9.278)
SG	0.00198 (1.279)	0.00179 (1.169)	0.00200 (1.332)
ESG*EXP		0.00155** (2.820)	
ESG*FOR			0.00279** (2.924)
YEAR	YES	YES	YES
IND	YES	YES	YES
Adj. R ²	0.2993	0.3029	0.3090
N	1,326	1,326	1,326

V. 결 론

이 연구는 유엔의 “책임투자원칙” 발표 이후 강조되고 있는 환경, 사회, 지배구조(ESG)의 중요성에 주목하여, 기업 전략이 재무적 요소뿐만 아니라 비재무적 요소를 어떻게 통합하고 있는지 탐구하고 있다. 글로벌 시장의 변화에 대응하여 ESG 관련 요구사항을 반영하는 것이 기업의 핵심 전략이 되고 있으며, EU 탄소노미와 CBAM과 같은 법적 조치들은 국제 경쟁에서 기업의 성공에 있어 ESG를 필수적인 고려사항으로 부각시키고 있는 현실이다.

해외 의존도가 높은 경제 환경에서 기업은 글로벌 시장 변동에 민감하게 반응해야 하고, 이런 상황에서 ESG 역량을 갖춘 기업은 더 긍정적인 반응을 기대할 수 있다. 이 연구는 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향을 실증적으로 검증하고, 해외 의존도가 이 관계에서 어떤 역할을 하는지를 코스피 상장 기업을 대상으로 분석했다. 연구 결과, ESG 성과가 우수한 기업은 그렇지 않은 기업보다 높은 기업가치를 인정받고 있고, 해외 의존도(수출비율 및 외국인 투자자 지분율)는 이 두 변수 사이의 관계를 긍정적으로 조절하는 것으로 나타났다. 이는 글로벌 경쟁에서 ESG 기준을 충족하는 기업이 우위를 점할 수 있음을 의미한다. 코로나19 팬데믹 이후 ESG의 영역은 확장되고, 이에 따른 공급망과 관련한 새로운 법적 요구사항이 기업 전략에 중대한 영향을 미치고 있다. 국제적으로 도입되고 있는 공급망 관련 표준은 기업들이 ESG 리스크를 효과적으로 관리하고, 지속 가능하며 책임 있는 비즈니스 전략을 추구하도록 장려하고 있다. 결론적으로, 이 연구는 해외 의존도가 높은 기업일수록 ESG 성과가 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 점을 명확히 보여준다.

그러나 이 연구는 다음과 같은 한계점을 갖는다. 첫째, 연구 범위가 2015년부터 2021년까지로 한정되어 있어, 최신 글로벌 경제 환경의 변화를 완벽히 반영하지 못한다. 이러한 제약을 극복하기 위해 추후 다뤄지는 연구는 표본기간의 범위를 확장하고 다양한 변수 및 방법론들을 추가적으로 고려하고자 한다. 둘째, ESG의 다양한 측면을 보다 상세히 분석하지 못했으며, 개별 ESG 변수들 간의 상호작용에 대한 깊이 있는 탐구는 미흡하다. 셋째, ESG 성과 평가 방법론의 차이와 다양한 평가 기관 간 기준의 불일치는 분석 결과에 영향을 줄 수 있으나 이 연구에서는 이를 고려하지 않았다. 한국기업지배구조원뿐만 아니라 다양한 평가기관들의 자료를 통해 본 연구의 결과를 비교 분석하는 것도 의미가 있을 것으로 보인다.

이러한 한계점에도 불구하고, 본 연구는 ESG 역량이 글로벌 경쟁력과 기업가치 향상에 중요한 역할을 할 수 있음을 실증적으로 보여주고 있다. 이 연구는 또한 비재무적 성과가 재무적 성과와 어떻게 연결되는지에 대한 이해를 심화시키며, 기업이 ESG 관리에 대한

전략적 접근 방식을 개발하고 실행하는 데 있어 시사점을 제공한다. 향후 연구는 더 넓은 시간 범위에 걸쳐 진행되고, ESG의 각 구성 요소가 기업가치에 미치는 독립적인 영향력을 탐구하고자 한다. 또한, 해외 의존도뿐만 아니라 다른 조절변수들이 ESG와 기업가치의 관계에 미치는 복합적인 영향도 검증할 필요가 있다. 글로벌 경제 환경의 변화에 따라 기업 전략이 어떻게 진화하는지, 특히 ESG 역량이 경쟁력을 강화하고 지속 가능한 성장을 이끄는 방법에 대한 보다 광범위하고 다면적인 연구를 도출해내는 것이 향후 우리의 연구가 나아갈 바이다.

참 고 문 헌

- 강원, 정무권, “ESG 활동의 효과와 기업의 재무적 특성”, 한국증권학회지, 제49권 제5호, 2020, 681-707.
- 김범석, 민재형, “기업의 ESG 노력과 재무성과의 선후행 관계: 탐색적 연구”, 한국생산관리학회지, 제27권 제4호, 2016, 513-538.
- 김종민, “환경회계정보공시에 대한 자본시장의 정보효과”, 한국전산회계학회지, 제3권 제1호, 2004, 5-25.
- 김양희, 석준희, 김병도, “기업의 ESG역량과 기업가치의 관계에 대한 연구: 소비자 인지의 조절효과를 중심으로”, 경영학연구, 제50권 제6호, 2021, 1571-1593.
- 박정환, 노정희, “기업의 온실가스배출량이 기업가치에 미치는 영향”, 산업경제연구, 제30권, 2017, 1643-1663.
- 방시영, 윤병섭, “우리나라 제조기업의 온실가스배출 정보 공시가 기업가치에 미치는 영향”, 상업교육연구, 제34권 제2호, 2017, 181-211.
- 홍수희, “온실가스감축실적과 기업가치 관련성에 대한 연구”, 국제회계연구, 제93권, 2020, 77-93.
- 안윤영, 신현한, 장진호, “외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계”, 회계학연구, 제30권, 2005, 109-131.
- 오상희, 이승태, “ESG 평가요소와 기업가치의 관계에 관한 연구”, 전산회계연구, 제17권 제2호, 2019, 205-223.
- 이혜진, 이진수, “기업의 환경적 책임 활동(ECSR)과 이익조정 의 관계에 관한 연구: 재무성과의 조절적 역할”, 윤리경영연구, 제19권 제1호, 2019, 37-54.
- 전영순, “외국인투자자 및 국내 기관투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질(Quality)”, 경영학연구, 제32권 제4호, 2003, 1001-1032.
- 최정혁, “ESG 성과와 기업가치에 관한 연구: 소유구조의 조절효과를 중심으로”, 여성경제연구, 제18집 제2호, 2021, 91-115.
- Akpınar, A., Y. Jiang, L. R. Gomez-Mejia, P. Berrone, and J. L. Walls, “Strategic use of corporate social responsibility as a signal for good management,” Available at SSRN 1134505, (2008).
- Aouadi, A. and S. Marsat, “Do ESG Controversies Matter for Firm Value? Evidence from International Data,” *Journal of Business Ethics*, 151, (2018), 1027-1047.

- Bae, S. M. and M. A. K. Masud, and J. D. Kim, "A Cross-country Investigation of Corporate Governance and Corporate Sustainability Disclosure: A Signaling Theory Perspective," *Sustainability*, 10(8), (2018), 2611.
- Dahlquist, M. and G. Robertsson, "Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics," *Journal of Financial Economics*, 59(3), (2001), 413-440.
- Freeman, R. E., "Strategic Management: A Stakeholder Approach," *Boston: Pitman Publishing*, 1984.
- Hannan, M. T. and J. Freeman, "The Population Ecology of Organizations," *American Journal of Sociology*, 82(5), (1977), 929-964.
- Ioannou, I. and O. Hawn, "Redefining the Strategy Field in the Age of Sustainability," Available at SSRN 2429870, (2016).
- Joh, S. W. and J. Y. Jung, "Top Managers' Academic Credentials and Firm Value," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 45, (2016), 185-221.
- Joh, S. W. and J. Y. Jung, "When do Firms Benefit from Affiliated Outside Directors?," *Corporate Governance: An International Review*, 26, (2018), 397-413.
- Kang, J. K. and R. M. Stulz, "Is Bank-centered Corporate Governance Worth It? A Cross-sectional Analysis of the Performance of Japanese Firms during the Asset Price Deflation," *National Bureau of Economic Research*, working paper 6238, (1997).
- Kim, B. J. and J. Y. Jung, "Cross-Border M&As Involving an Emerging Market," *Emerging Markets Finance and Trade*, 52, (2016), 2454-2472.
- Kim, B. J., J. Y. Jung, and S. W. Cho, "Can ESG Mitigate the Diversification Discount in Cross-border M&A?," *Borsa Istanbul Review*, 22(3), (2022), 607-615.
- Lin, C. H. and C. Y. Shiu, "Foreign Ownership in the Taiwan Stock Market—an Empirical Analysis," *Journal of Multinational Financial Management*, 13(1), (2003), 19-41.
- Lin, Y. R. and X. M. Fu, "Does Institutional Ownership Influence Firm Performance? Evidence from China," *International Review of Economics & Finance*, 49, (2017), 17-57.
- Luo, X., H. Wang, S. Raithel, and Q. Zheng, "Corporate Social Performance, Analyst Stock Recommendations, and Firm Future Returns," *Strategic Management Journal*, 36(1), (2015), 123-136.
- Margolis, J. D., R. G. Eccles, I. Ioannou, and G. Serafeim, "The Impact of Corporate

- Sustainability on Organizational Processes and Performance,” *Management Science*, 60(11), (2014), 2835–2857.
- Margolis, J. D., H. A. Elfenbein, and J. P. Walsh, “Does it Pay to be Good...And does it Matter? A Meta-analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance,” Available at SSRN 1866371, (2009).
- Su, W., M. W. Peng, W. Tan, and Y. L. Cheung, “The Signaling Effect of Corporate Social Responsibility in Emerging Economies,” *Journal of Business Ethics*, 134(3), (2016), 479–491.
- Tobin, J., “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory,” *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), (1969), 15–29.
- UNDP, “Export Dependence and Export Concentration, Towards Human Resilience: Sustaining MDG Progress in an Age of Economic Uncertainty,” Chapter 1, (2011), 18–52.
- Verheyden, T., R. G. Eccles, and A. Feiner, “ESG for All? The Impact of ESG Screening on Return, Risk, and Diversification,” *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(2), (2016), 47–55.
- Wang, L., S. Li, and S. Gao, “Do Greenhouse Gas Emissions Affect Financial Performance?—an Empirical Examination of Australian Public Firms,” *Business Strategy & the Environment*, 23(8), (2014), 505–519.

Synergy Effect of Overseas Dependence and ESG Performance on Corporate Value*

Jungsup Kim** · Jin-young Jung*** · Sung-woo Cho****

〈Abstract〉

This study utilizes ESG scores evaluated by the Korea Corporate Governance Service (KCGS) from January 1, 2015, to December 31, 2021, to empirically analyze the impact of ESG performance on corporate value for companies listed on the Korea Exchange (KOSPI). It also examines the moderating effect of foreign dependency on the relationship between ESG performance and corporate value. Foreign dependency is measured using the ratio of exports to total sales and the proportion of foreign investor shareholding. The main findings of this study are as follows. First, companies with high ESG scores exhibited a significant increase in corporate value, suggesting that ESG management extends beyond ethical practice to positively affect financial performance. Second, the positive impact of ESG performance on corporate value was amplified in companies with a high dependency on exports. This underscores the importance of ESG in securing competitive advantages in global markets, providing important insights for companies pursuing sustainable growth. Third, companies with a high proportion of foreign investor shareholding also show a greater impact of ESG performance on corporate value. This indicates that global investors value ESG considerations, suggesting that improvements in ESG performance are internationally recognized as enhancing corporate value. The robustness check using the Price-to-Book Ratio (PBR) maintains consistency with the initial results, confirming that ESG performance has a direct and positive effect on corporate value and that this effect is magnified by external factors such as foreign dependency.

Keywords : ESG Management, Export Ratio, Foreign Investor Shareholding, Price-to-Book Ratio,
Firm Value

* This work was supported by the Gachon University research fund of 2022(GCU-202205900001).
** First Author, Ph.D Student, School of Business, Inha University
*** Corresponding Author, Professor, School of Business, Inha University, E-mail: jyjung@inha.ac.kr
**** Corresponding Author, Professor, School of Business, Gachon University,
E-mail sungwoo@gachon.ac.kr